

## Thema: Die Armageddonisten

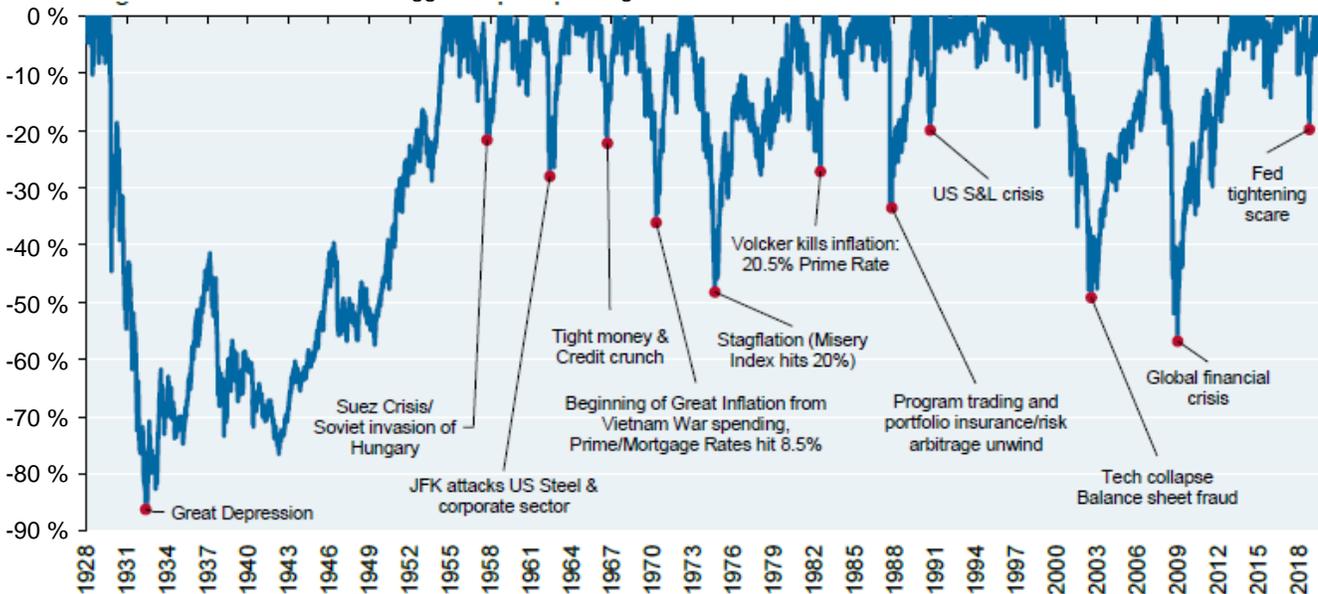
Rezessionen und Bärenmärkte gehören zu den Tatsachen des Lebens, aber nach der globalen Finanzkrise kam es zu einem seltsamen Phänomen: dem Aufstieg der „Armageddonisten“, also jener Marktbeobachter, Prognostiker und Vermögensverwalter, deren apokalyptische Warnungen sich wie ein Lauffeuer in der Presse und den Online-Medien der Finanzwelt verbreiteten. Ich kann verstehen, warum: 2010 hatten die Anleger bereits zwei Bärenmärkte hintereinander erlebt, die jeweils mit Kursverlusten von über 40 % einhergingen. In beiden Fällen brauchten die Aktienmärkte mehrere Jahre, um sich davon zu erholen, im Gegensatz zu den schwächeren Baissephasen der 1960er und 1980er, die schneller überstanden waren. Eine so desolante Wertentwicklung wie bei den aufeinander folgenden Bärenmärkten von 2001/2008 hatte es seit Jahrzehnten nicht gegeben. Sie ist höchstens mit Teilen der Großen Depression vergleichbar.

Ich habe auch Verständnis dafür, dass extrem pessimistische Nachrichten den menschlichen Hang zur Negativität ansprechen. Der Nobelpreisträger Daniel Kahneman untersuchte dieses Thema 2011 in seinem Buch über das Gehirn und die menschlichen Überlebensinstinkte<sup>1</sup>. Der Politologe Stuart Soroka zeigte die gegensätzliche Beziehung zwischen den Verkaufszahlen von Zeitschriften und der Positivität eines Titelsbilds auf<sup>2</sup>, und in einem Experiment von 2014 verlor eine städtische Tageszeitung an einem Tag zwei Drittel ihrer Leser, als sie absichtlich nur positive Nachrichten meldete.

Dennoch: Welche Konsequenzen hat es für Investoren, die auf die düsteren Prognosen der Armageddonisten reagiert haben, die seit 2010 die Medien und das Internet überfluten?

### (Abb.1) Die Geschichte der Bärenmärkte im S&P 500

Prozentuäler Einbruch des S&P 500 ggü. seinem vorherigen Höchststand



Quelle: Bloomberg, JPMAM. 8. November 2019.

Wir haben einige Äußerungen bekannter „Armageddonisten“ seit 2010 zusammengetragen (siehe Tabelle 1, Seite 4), die zum Teil die vorherige Baisse bzw. Rezession vorhergesagt hatten. Wir haben die

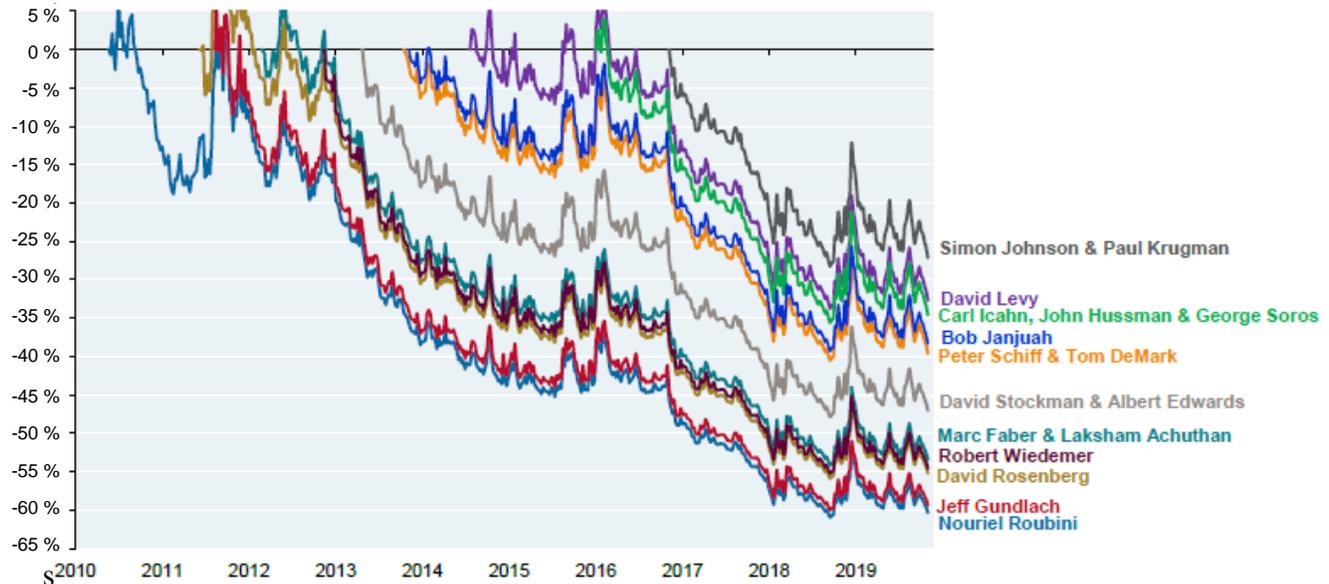
<sup>1</sup> „Das Gehirn des Menschen und anderer Tiere beinhaltet einen Mechanismus, der **schlechten Nachrichten** Priorität einräumt. Indem er die Zeit, die zur Erkennung eines Fressfeindes benötigt wird, um Sekundenbruchteile verkürzt, erhöht dieser Schaltkreis die Chancen des Tieres, lange genug zu überleben, um sich fortzupflanzen.“ Daniel Kahneman, in *Schnelles Denken, langsames Denken*, 2011.

<sup>2</sup> In „*Negativity in Democratic Politics*“ (Cambridge University Press, 2014) erforscht Stuart Soroka auch den verstärkten physiologischen Effekt negativer Meldungen, wie z. B. eine veränderte Herzfrequenz und Leitfähigkeit der Haut.

Auswirkungen auf einen Anleger ermittelt, der einen Dollar aus Aktien in diversifizierte Staatsanleihen, hypothekenbesicherte Anleihen und Unternehmensanleihen umschichtete, nachdem er die seit 2010 geäußerten Kommentare gelesen hatte. Dabei geht es ausdrücklich nicht darum, ob der Armageddonist irgendwann wieder optimistischer wurde. Das Diagramm veranschaulicht den **Opportunitätsverlust** der Investoren, die unmittelbar auf ihre damaligen Äußerungen reagierten. Ein Beispiel: 1 US-Dollar, der 2014 aufgrund extrem pessimistischer Aussagen von Aktien in Anleihen umgeschichtet wurde, hätte eine Underperformance von etwa 40 % gegenüber Aktienanlagen eingefahren, da der S&P 500 – der eher vom Gewinnwachstum als vom Anstieg der Bewertungskennzahlen getragen wurde – weiter zulegen<sup>3</sup>.

**(Abb.2) Was passiert, wenn man auf Armageddonisten hört, 2010-2019**

Performance-Effekt einer Umschichtung von 1 USD aus dem S&P 500 in den Barclay's Aggregate Bond Index, gemessen von der Woche der pessimistischen Äußerung in Tabelle 1 bis zum 8. November 2019



Quelle: JPMAM, Bloomberg. 8. November 2019. Anhand wöchentlicher Daten zum S&P 500 und Barclay's Aggregate.

<sup>3</sup> **Gewinnwachstum ggü. Bewertungskennzahlen.** Der Kurs des S&P 500 ist seit 2010 um 175 % gestiegen; dieser Anstieg ist zu 75 % bis 95 % auf das Gewinnwachstum zurückzuführen, der Rest entfällt auf die Zunahme des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV).

**Eines Tages werden natürlich auch die Armageddonisten mit einer Rezession belohnt.** Die Outperformance von Aktien gegenüber Anleihen erreichte zum Teil aufgrund des US-chinesischen Handelskriegs Anfang 2018 einen Höhepunkt und tritt seitdem auf der Stelle; das Vertrauen der CEOs ist auf den tiefsten Stand seit der Finanzkrise abgesackt; die USA befinden sich mittlerweile in einer Gewinnrezession; und 67 % der Befragten des Duke CFO Survey glauben, dass die USA bis Ende 2020 in einer Rezession sein werden (gleichwohl nähert sich die Positionierung institutioneller Anleger in Aktienfutures ihrem höchsten/optimistischsten Niveau seit 2007). Ich glaube, dass der robuste US-Konsum, die solide Lage am Arbeits- und Immobilienmarkt sowie eine leichte Belebung im verarbeitenden Gewerbe eine Rezession im Jahr 2020 verhindern werden, aber ich könnte mich irren<sup>4</sup>. Wie dem auch sei, für Investoren, die auf die Armageddonisten gehört haben, geht es in erster Linie um Folgendes: **Die nächste Rezession bzw. Baisse wird relativ heftig ausfallen müssen, um die entgangenen Gelegenheiten aufzuholen.** Über den Daumen gepeilt wäre ein nachhaltiger, mehrjähriger Bärenmarkt mit Kursverlusten von 35 % bis 45 % ggü. den Höchstständen erforderlich, um einen Großteil der dargestellten Opportunitätsverluste rückgängig zu machen.

**Wie stark wird der nächste Bärenmarkt sein?** Ich glaube, dass er schwächer ausfallen wird als seine beiden Vorgänger, und zwar aus folgenden Gründen: sinkende wirtschaftliche Ungleichgewichte weltweit (Abb. 1 in Anhang I), eine bessere Kapitalausstattung und geringere Finanzierungsrisiken der Banken in den USA und Europa (Abb. 2), robustere finanzielle Fundamentaldaten der US-Privathaushalte (Abb. 3), ein geringeres Risiko in den meisten Schwellenländern dank höherer Devisenreserven und einer geringeren Abhängigkeit von ausländischem Kapital (Abb. 4 und 5) und das geringe Neuangebot an US-Aktien, da die Rückkäufe und M&A-Transaktionen in den letzten fünf Jahren die Emission neuer Aktien übertroffen haben (Abb. 6). Die Diagramme finden Sie in Anhang I.

Wie lauten die **pessimistischen Gegenargumente**? Die US-Aktienbewertungen liegen deutlich über dem Median<sup>5</sup>, die Vergabestandards am Markt für Leveraged Loans sind [auf ein beunruhigendes Niveau gesunken](#), und die Defizite finanzieren in dieser späten Zyklusphase einen großen Teil des US-Wachstums. Wie wir zudem in unserer [Oktober-Ausgabe](#) des *Eye on the Market* erläutert haben, könnte in Washington 2020 ein grundlegender Kurswechsel bevorstehen, der mit erheblichen Steuerbelastungen, einem Verbot von Aktienrückkäufen und regulatorischen Kosten im Bereich Technologie, Energie, Gesundheitswesen, Finanzdienstleistungen, Biotechnologie, Mobilfunk, Chemikalien etc. einhergeht. Noch ist es zu früh, um die Wahrscheinlichkeiten zu beziffern, aber die Möglichkeit einer fundamentalen Neuordnung der US-Wirtschaft nimmt zu.

**Im Großen und Ganzen bin ich der Meinung, dass die nächste Rezession und Baisse nicht so gravierend oder dauerhaft sein wird<sup>6</sup> wie die negativsten Beispiele auf Seite 1.** Sollte das der Fall sein, würde es den Ansatz derjenigen Vermögensverwalter bestätigen, die ihre normalen Engagements in

---

<sup>4</sup> **Rezessionsmodelle** kommen zu uneinheitlichen Ergebnissen; die aktualisierten Versionen, die strukturelle Veränderungen in der US-Wirtschaft widerspiegeln, erfassen Konjunkturumfragen, die Kerninflation, den Verlauf der Renditekurve bis zu 18 Monaten, die Kreditspreads und die finanziellen Verhältnisse im Privatsektor. Nach diesem Ansatz liegt die **Rezessionswahrscheinlichkeit in 12–24 Monaten bei ca. 25 %**. Die Signale der Renditekurve sind indes nicht mehr so zuverlässig wie früher. Erstens setzt die Nachfrage aus Volkswirtschaften mit negativen Renditen (Europa/Japan) die langfristigen US-Renditen unter Druck, was eher ein Zeichen für die Schwäche im Ausland ist als in den USA. Zweitens ist die Laufzeitprämie für langfristige Anleihen seit den 1980er-Jahren gesunken, sodass inverse Zinsstrukturen auch außerhalb einer Rezession wahrscheinlicher werden.

<sup>5</sup> Die meisten **Bewertungskennzahlen von US-Aktien** liegen ungefähr im 90. Perzentil ihrer historischen Bewertungsverhältnisse; das betrifft zum Beispiel die Kurs-Buch- bzw. Kurs-Gewinn-Verhältnisse und den Unternehmenswert in Relation zum Umsatz. Einige Bewertungsindikatoren sind weitaus günstiger: die FCF-Rendite (50. Perzentil, vor allem aufgrund der Investitionskürzungen seit 2008) und die Gewinnrendite im S&P abzüglich 10-jähriger US-Staatsanleihen (24. Perzentil, aufgrund der finanziellen Repression der US-Notenbank).

<sup>6</sup> **Die Dauer eines Bärenmarktes ist wichtig, um die Konsequenzen für Anleger zu verstehen.** Je länger ein Bärenmarkt andauert, umso größer ist die Zahl der zuvor defensiv positionierten Anleger, die zu niedrigeren Bewertungen reinvestieren können, und umso mehr übergewichtete Investoren erliegen wahrscheinlich dem Verkaufsdruck. Kürzere Baissephasen hingegen bringen weniger Gelegenheiten bzw. Marktverzerrungen mit sich. Zum Beispiel: Nach dem 20%igen Einbruch des S&P 500 von Ende 2018 wurde die schnellste Erholung aller Zeiten verzeichnet; innerhalb von 20 Tagen wurden über 50 % der Verluste wieder aufgeholt.

Risikoanlagen seit 2010 in diversifizierten Portfolios beibehalten haben, obwohl der Konjunkturzyklus immer weiter voranschritt und sie sich vor Untergangsszenarien kaum noch retten konnten. Wenn Sie das Armageddon erleben möchten, müssen Sie übrigens nicht lange suchen: Eine langsame Variante nimmt gerade in **Illinois** ihren Lauf (siehe Seite 6).

Michael Cembalest  
J.P. Morgan Asset Management

### **Armageddonismus: nicht nur an den Finanzmärkten**

Einige bekannte Analysten machten auch mit spektakulären Fehleinschätzungen der „Höchststände“ bestimmter Rohstoffe von sich reden. 2012 schrieb der Vermögensverwalter Jeremy Grantham Folgendes in einem Artikel im Magazin *Nature*:

„Hinzu kommt der drohende Mangel zweier Düngemittel: Phosphor (Phosphat) und Kalium (Kali). Diese beiden Elemente können nicht hergestellt werden, sie können nicht ersetzt werden, sie werden für das Wachstum aller Lebensformen benötigt, und sie werden geschürft und abgebaut. Es ist eine beängstigende Feststellung ... Was passiert, wenn diese Düngemittel zur Neige gehen, ist eine Frage, die ich nicht zufriedenstellend beantworten kann, und glauben Sie mir, ich habe es versucht. Es scheint nur eine Schlussfolgerung zu geben: Ihr Gebrauch muss in den nächsten 20–40 Jahren drastisch eingeschränkt werden, oder **wir werden allmählich verhungern.**“

Klingt erschreckend, oder? Nur gab es damals schon reichlich Belege für einen mehr als hundertjährigen Vorrat an beiden Rohstoffen (IFDC, USGS). Zudem verweisen der US Geological Survey und die UN-Berichte für 2019 auf einen **Vorrat für 140 bis 420 Jahre** aufgrund wirtschaftlich nutzbarer Kali- bzw. Phosphatreserven sowie auf einen mehr als **tausendjährigen Vorrat** an beiden Rohstoffen dank technisch wiederverwertbarer Ressourcen.



## Tabelle I: Äußerungen der „Armageddonisten“, 2010-2016

Armageddonisten unterscheiden sich von Vermögensverwaltern, die eine „defensive Haltung“ einnehmen. Letztere führt in der Regel zu einer leichten Verringerung der Risiken um 10 % in voll investierten Portfolios, während Ersterer im Wesentlichen die komplette Reduzierung der Portfoliorisiken fordern, weil sie eine Rezession, Bärenmärkte, Finanzkrisen und allgemeines Chaos erwarten. Die folgende Tabelle ist keine vollständige Übersicht; wir hätten auch noch Bill Gross („Der Aktienkult ist tot“, 2012) und Harry Dent („Die USA sind über die demografische Klippe gesprungen und die Märkte werden diesen Sommer abstürzen“, 2013) aufnehmen können, aber es war einfach kein Platz mehr.

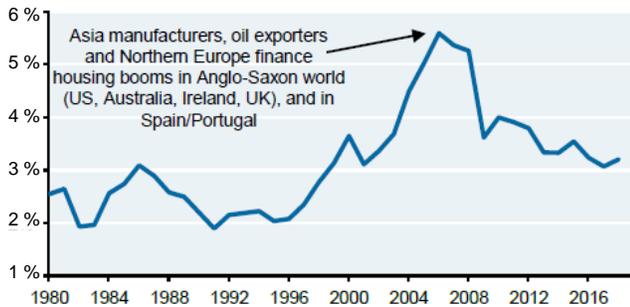
Date	Armageddonist	Quote
May 20, 2010	Nouriel Roubini	"There are some parts of the global economy that are now at the risk of a double-dip recession. From here on I see things getting worse." - <i>CBS</i>
June 4, 2011	David Rosenberg	"Another recession is coming, and soon. So says Gluskin Sheff economist David Rosenberg. Rosenberg, a longtime bear on the economy and the stock market, now says he is 99% sure we will have another recession by the end of next year." - <i>Fortune</i>
August 9, 2011	Jeff Gundlach	"It seems suicidal to buy a broad-based basket of stocks or economically sensitive commodities or emerging markets stocks - all of which are very leveraged to economic growth" - <i>Kiplinger</i> ; and "Sell everything, nothing looks good" in July 2016 - <i>Reuters</i>
February 24, 2012	Lakshman Achuthan	"Lakshman Achuthan, co-founder of the Economic Cycle Research Institute, said on Friday that his research firm is sticking with the forecast it made in September: A new recession is inevitable, despite improvement in high-profile economic indicators, such as job creation and unemployment, and a stock market rally. Achuthan said data gathered since his September forecast only confirms his view that economic growth has slowed to such a degree that a downturn is now unavoidable, likely by late summer." - <i>CNN</i>
May 25, 2012	Marc Faber	"I think we could have a global recession either in Q4 or early 2013. That's a distinct possibility." When asked what were the odds, Faber replied, "100%" - <i>CNBC</i>
November 12, 2012	Robert Wiedemer	"The data is clear, 50% unemployment, a 90% stock market drop, and 100% annual inflation starting in 2013." - <i>Newsmax</i>
March 31, 2013	David Stockman	"When the latest bubble pops, there will be nothing to stop the collapse. If this sounds like advice to get out of the markets and hide out in cash, it is." - <i>Business Insider</i>
April 25, 2013	Albert Edwards	"We repeat our key forecasts of the S&P Composite to bottom around 450 (-70%), accompanied by sub 1% US ten year yields" - <i>CNBC</i> , following on Edwards' "ultimate death cross" in July 2012
May 30, 2013	Peter Schiff	"We've got a much bigger collapse coming... I am 100% confident the crisis that we're going to have will be much worse than the one we had in 2008" - <i>Marketwatch</i> , and "The crisis is imminent. I don't think Obama is going to finish his second term without the bottom dropping out. And stock market investors are oblivious to the problems." - <i>Money Morning</i>
October 15, 2013	Tom DeMark	"DeMark's Dow Jones Index chart covering the period from May 2012 to the present seems to be tracking, almost precisely, the months leading up to the 1929 stock market crash." "The market's going to have one more rally, then once we get above that high, I think it's going to be more treacherous... I think it's all preordained right now." - <i>Bloomberg</i>
November 6, 2013	Bob Janjuah	"We see a significant risk-on top before giving way, over the last three quarters of 2014 through 2015, to what could be a 25%-50% sell-off in global stock markets." - <i>Marketwatch</i>
July 24, 2014	David Levy	"David Levy says the United States is likely to fall into a recession next year, triggered by downturns in other countries, for the first time in modern history. "The recession for the rest of the world ... will be worse than the last one," says Mr. Levy, whose grandfather called the 1929 stock crash. Mr. Levy predicts a US recession will throw its housing recovery in reverse, and push home prices below the low in the last recession. He says panicked investors are likely to dump stocks and flood into US Treasuries, a haven in troubled times, like never before." - <i>The Independent</i>
September 29, 2015	Carl Icahn	"I see real tremendous problems ahead and I don't think we are handling it right and nobody really wants to talk [it] out... We are headed toward a strong correction and possibly a complete meltdown but not systemic like 2008. It won't threaten the system, it's just going to threaten your livelihood and net worth....! I do think you are in a very massive bubble and when it bursts it isn't going to be pretty, it could be a blood bath." - <i>Forbes</i>
January 7, 2016	George Soros	"Global markets are facing a crisis and investors need to be very cautious, billionaire George Soros told an economic forum in Sri Lanka on Thursday..."China has a major adjustment problem," Soros said. "I would say it amounts to a crisis. When I look at the financial markets there is a serious challenge which reminds me of the crisis we had in 2008." - <i>Bloomberg</i>
January 18, 2016	John Hussman	"A broad range of other leading measures, joined by deterioration in market action, point to the same conclusion that recession is now the dominant likelihood." - <i>Hussman Funds</i>
October 31, 2016	Simon Johnson	"Mr. Trump's presidency would likely cause the stock market to crash and plunge the world into recession...anti-trade policies would cause a sharp slowdown, much like the British are experiencing after their vote to exit the European Union." - <i>New York Times</i>
November 9, 2016	Paul Krugman	"It really does look like President Donald J. Trump, and markets are plunging....So we are very probably looking at a global recession, with no end in sight. I suppose we could get lucky somehow. But on economics, as on everything else, a terrible thing has just happened." - <i>New York Times</i>



## Anhang I: Was den nächsten Bärenmarkt entschärfen könnte

Abb. 1

**(Abb.1) Rückgang der weltweiten Ungleichgewichte**  
 Absoluter Wert der Leistungsbilanzüberschüsse und -defizite aller Länder, in % des weltweiten BIP



Quelle: IWF, n = 194 Länder. 2018.

Abb. 2

**(Abb.2) Weniger Risiko im Finanzsystem**

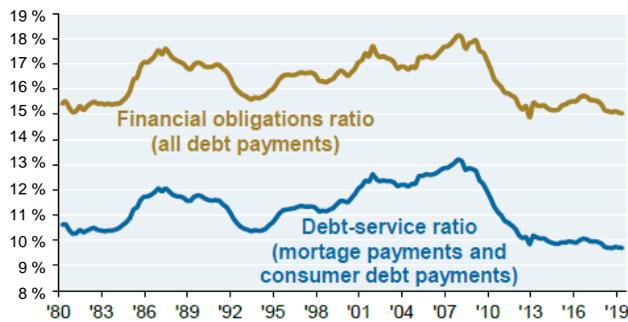
Bank risk-weighted-capital ratio		
	2007	2019
US	8.5%	13.7%
Europe	8.0%	15.6%
Bank liquid assets as % of short term liabilities		
	2007	2019
US	41%	45%
Europe	35%	41%
Bank loan-to-deposit ratio		
	2007	2019
US	97%	77%
Europe	139%	104%

Quelle: Fed, FDIC, EZB, JPMAM. Q2 2019.

Abb. 3

**(Abb.3) Niedrigste private Schuldendienstquote seit 40 Jahren**

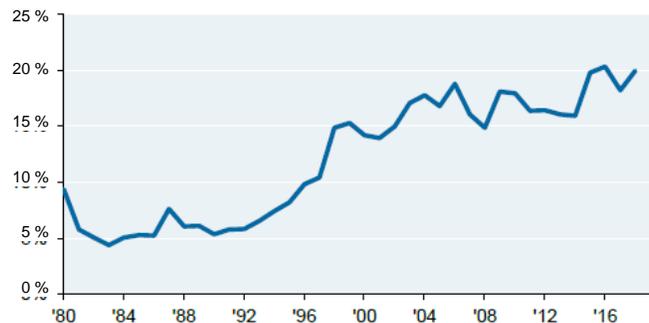
In % des verfügbaren Einkommens



Quelle: US FED. Q2 2019. Finanzielle Verpflichtungen beinhalten Zahlungen für Hypotheken, Konsum, Auto-Leasing, Mieten, Wohngebäudeversicherung und Grundsteuer.

Abb. 4

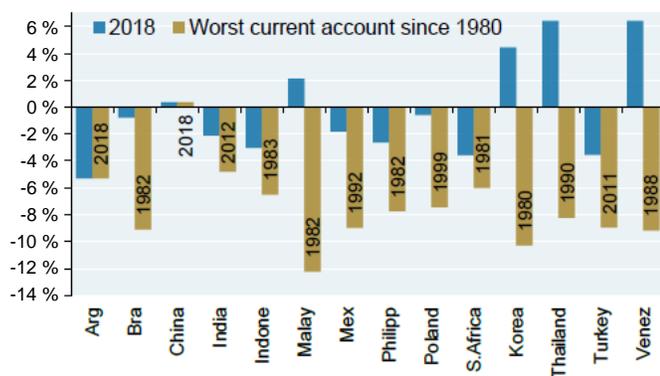
**(Abb.4) Devisenreserven der Schwellenländer**  
 Median der Länderreserven in % des BIP



Quelle: IWF, Weltbank, Haver. 2018.

Abb. 5

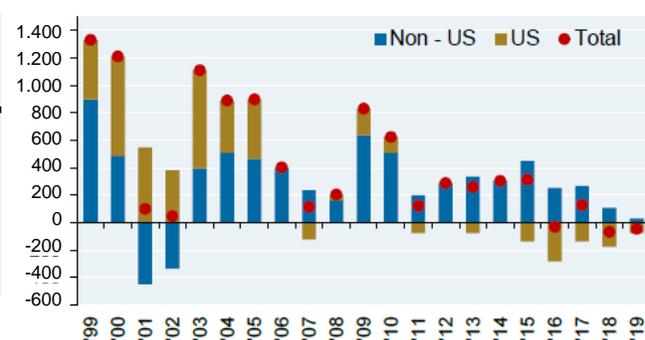
**(Abb.5) Leistungsbilanzen der Schwellenländer**  
 In % des BIP



Quelle: IWF. 2018.

Abb. 6

**(Abb.6) Beispiellos niedriges Nettoangebot am Aktienmarkt**  
 Mrd. USD auf Basis des MSCI All Country World Equity Index



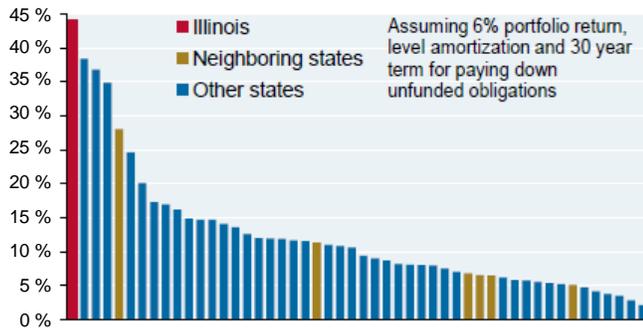
Quelle: JPM Global Markets Strategy Flows & Liquidity Report. 2019.



**Anhang II: Das Gras ist viel grüner außerhalb von Illinois**

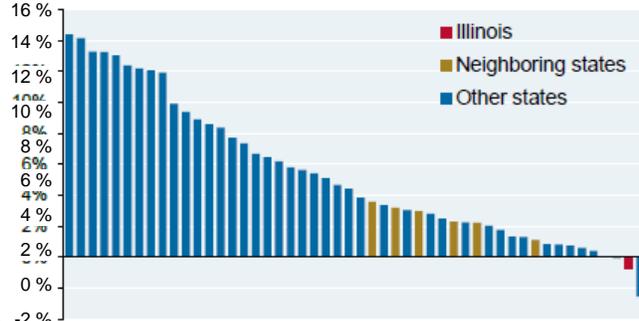
Es geht weitaus langsamer vor sich als in Detroit oder Puerto Rico, aber Illinois könnte auf sein eigenes Armageddon zusteuern. Wie wir in unserem Projekt zum Thema „ARC & the Covenants“ geschätzt haben, müsste Illinois dauerhaft mehr als 40 % der staatlichen Einnahmen für seine unterfinanzierten Pensionsverbindlichkeiten aufbringen, um sie vollständig zu decken. Eine ähnliche Belastung kommt auf Chicago zu, auch das haben wir analysiert. Gleichzeitig schrumpft im Zuge der Steuererhöhungen im letzten Jahr die Bevölkerung und Erwerbsgesellschaft (d. h. die Steuerbasis) des Bundesstaates. Er hat eine der schlechtesten Nettomigrationsraten in Bezug auf Privathaushalte und das bereinigte Bruttoeinkommen, und jetzt stagnieren auch noch seine Immobilienpreise. Mit dem neuen Plan von Gouverneur Pritzker würde Illinois zu den US-Bundesstaaten mit dem ungünstigsten Steuerklima für Unternehmen gehören, was wiederum die Abwanderung von Firmen und Privathaushalten in attraktivere Nachbarstaaten (Indiana, Michigan, Kentucky, Iowa, Wisconsin und Missouri, unten in Gold hervorgehoben) beschleunigen könnte. Ohne eine beispiellose nationale Rettungsaktion für Pensionsempfänger bzw. Anleihengläubiger kann ich mir nicht vorstellen, wie man hier auf lange Sicht zu einem guten Ende kommen sollte. Der ehemalige Vorsitzende der Einlagensicherung FDIC, William Isaac, sagte: „Die Stadt Chicago und der Bundesstaat Illinois sollten jetzt handeln, um ihre Verbindlichkeiten zu restrukturieren und die fiskalische Misere hinter sich zu lassen. Das lässt sich mit den Insolvenzbestimmungen nach Chapter 9 und anderen Instrumenten bewerkstelligen, die Puerto Rico gerade durch den Kongress erhalten hat. Der Prozess wäre mit etwa zwei Jahren unangenehmer Schlagzeilen verbunden, aber die Stadt und der Staat werden sich weitaus schneller und weniger schmerzhaft erholen, als wenn sie an ihrem jetzigen Kurs festhalten.“ (2016)

**(Abb.7) Prozent der erforderlichen Staatseinnahmen, um Pensionsverbindlichkeiten vollständig zu decken**



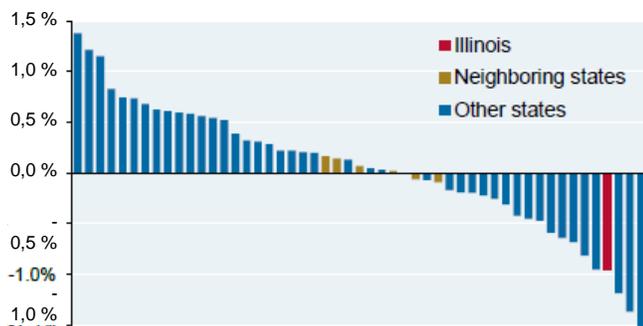
Quelle: JPMAM ARC & The Covenants Project, GJ 2017, Illinois GJ 2018

**(Abb.8) Kumulierte prozentuale Bevölkerungsveränderung, 2010–2018**



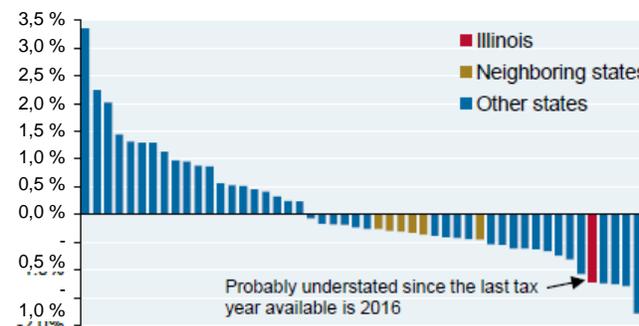
Quelle: US-Volkszählung. 2018.

**(Abb.9) Prozentuale Bevölkerungsveränderung aufgrund zwischenstaatlicher Abwanderung, 2017–2018**



Quelle: US-Volkszählung. 2018.

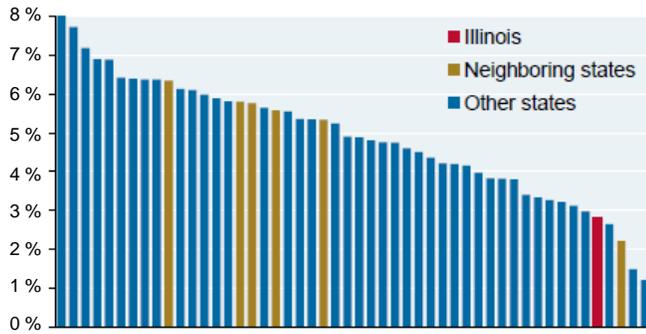
**(Abb.10) Prozentuale Veränderung des bereinigten Bruttoeinkommens aufgrund zwischenstaatlicher Abwanderung, 2016**



Quelle: IRS. 2016.



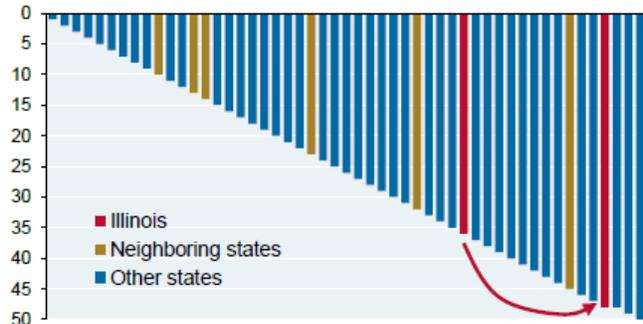
**(Abb.11) 1-jährige Veränderung der Immobilienpreise**  
Veränderung zum Vorjahr in % im Index der FHFA (nur Käufe)



Quelle: Federal Housing Finance Agency Q2 2019.

**(Abb.12) Mit Pritzkers Steuerplänen würde Illinois von Platz 36 auf 48 abrutschen**

Business Tax Climate Index der Tax Foundation, am besten = 1



Quelle: Tax Foundation. 2019.

## Abkürzungen der Woche

**ARC** Annual Required Contribution (dt. erforderlicher Jahresbeitrag für Pensionsverbindlichkeiten); **CFO** Chief Financial Officer; **EZB** Europäische Zentralbank; **FDIC** Federal Deposit Insurance Corporation (Einlagenversicherung); **FHFA** Federal Housing Finance Agency (Bundesbehörde zur Aufsicht über Finanzierung des Haus- und Wohnungsmarktes); **IFDC** International Fertilizer Development Center (internationale Organisation zur Entwicklung von Düngemitteln); **M&A** Merger and Acquisition (Fusionen und Übernahmen); **S&L** Savings and Loans (Spar- und Darlehenskassen); **UN** United Nations (Vereinte Nationen); **USGS** United States Geological Survey (wissenschaftliche Behörde im US-Innenministerium)

Wir halten die hierin enthaltenen Informationen für verlässlich, bieten jedoch keinerlei Gewähr für ihre Richtigkeit und Vollständigkeit. Die in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Ansichten, Schätzungen, Anlagestrategien und Anlagemeinungen basieren auf den aktuellen Marktbedingungen. Sie stellen unsere persönliche Einschätzung dar und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

## RISIKOASPEKTE

- Die Wertentwicklung in der Vergangenheit stellt keinen Hinweis auf die künftige Entwicklung dar. Sie können nicht direkt in einen Index investieren.
- Die Preise und Erträge sind beispielhafter Natur, da sie sich je nach Marktbedingungen ändern können.
- Für alle Strategien existieren weitere Risikoaspekte.
- Die Angaben in diesem Dokument stellen weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageprodukten oder -dienstleistungen dar.
- Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich von denen anderer Abteilungen von J.P. Morgan unterscheiden. Die vorliegenden Unterlagen dürfen nicht als Anlageanalyse oder Anlage-Researchbericht von J.P. Morgan verstanden werden.
- Bei Fremdwährungen kann die Rendite infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen

## WICHTIGE HINWEISE

### WICHTIGE RISIKEN

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Ihrer Information über ausgewählte Produkte und Dienstleistungen, die vom Bereich Wealth Management von J.P. Morgan, welcher ein Teil von JPMorgan Chase & Co. („J.P. Morgan“), angeboten werden. **Bitte lesen Sie diese wichtigen Hinweise sorgfältig durch.**

### ALLGEMEINE RISIKEN & ÜBERLEGUNGEN

Die hierin beschriebenen Einschätzungen, Strategien und Produkte eignen sich möglicherweise nicht für alle Anleger und können mit Risiken verbunden sein. **Die Anleger erhalten unter Umständen weniger als ihren ursprünglichen Anlagebetrag zurück, und die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Ergebnisse.** Die Anlageallokation ist keine Garantie für einen Gewinn oder eine Absicherung gegen Verluste. Der Inhalt dieses Dokuments sollte nicht als alleinige Grundlage für Anlageentscheidungen verwendet werden. Wir raten Ihnen dringend, sorgfältig abzuwägen, ob sich die erörterten Dienste, Produkte, Anlageklassen (z. B. Aktien, Anleihen, alternative Anlagen, Rohstoffe etc.) und Strategien für Ihre individuellen Erfordernisse eignen. Sie sollten die mit einer Anlagedienstleistung, einem Anlageprodukt oder einer Anlagestrategie verbundenen Ziele, Risiken, Gebühren und Kosten prüfen, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen. Kontaktieren Sie Ihren Kundenberater bei J.P. Morgan für diese und weitere Informationen, und um Ihre Ziele/Situation zu besprechen.

### HAFTUNGSAUSSCHLUSS

J.P. Morgan hält die in diesen Unterlagen enthaltenen Informationen für verlässlich, leistet jedoch keinerlei Zusicherungen oder Garantien bezüglich deren Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit und übernimmt keine Verantwortung für direkte oder indirekte Verluste oder Schäden, die durch die vollständige oder auszugsweise Verwendung dieser Unterlagen entstehen. Es werden keine Zusicherungen oder Garantien hinsichtlich der in diesen Unterlagen enthaltenen Berechnungen, Grafiken, Tabellen, Diagramme oder Kommentare gegeben, die lediglich Veranschaulichungs-/Referenzzwecken dienen. J.P. Morgan übernimmt keine Verpflichtung, die in diesen Unterlagen enthaltenen Informationen im Falle einer Änderung zu aktualisieren. Etwaige prognostizierte Ergebnisse und Risiken basieren ausschließlich auf den genannten hypothetischen Beispielen. Tatsächliche Ergebnisse und Risiken können je nach den konkreten Umständen abweichen. Zukunftsbezogene Aussagen sind nicht als Garantie oder Vorhersage zukünftiger Ergebnisse zu verstehen.

Der Inhalt dieses Dokuments darf nicht dahingehend ausgelegt werden, dass sich daraus eine Sorgfaltspflicht Ihnen oder Dritten gegenüber bzw. eine Beratungsbeziehung zu Ihnen oder Dritten ergibt. Unabhängig davon, ob diese Informationen auf Ihren Wunsch hin erteilt wurden oder nicht, ist der Inhalt dieses Dokuments nicht als Angebot, Aufforderung, Empfehlung oder Ratschlag (ob finanzieller, buchhalterischer, rechtlicher, steuerlicher oder sonstiger Art) seitens J.P. Morgan und/oder seiner Führungskräfte oder Mitarbeiter aufzufassen. J.P. Morgan sowie seine verbundenen Unternehmen und Angestellten bieten keine Beratung in steuerlichen, rechtlichen oder buchhalterischen Fragen. Sie sollten vor jeder Finanztransaktion Ihre eigenen Steuer- oder Rechtsberater sowie Buchhaltungsexperten zu Rate ziehen.

### WICHTIGE INFORMATIONEN ZU IHREN ANLAGEN UND MÖGLICHEN INTERESSENKONFLIKTEN

Interessenkonflikte entstehen, wenn JPMorgan Chase Bank, N.A. oder eines ihrer verbundenen Unternehmen (zusammengefasst „J.P. Morgan“) bei der Verwaltung der Portfolios unserer Kunden einen tatsächlichen oder mutmaßlichen wirtschaftlichen oder sonstigen Anreiz haben, in einer Weise zu handeln, die dem Vorteil von J.P. Morgan dient. Konflikte entstehen z. B. (insoweit die nachfolgenden Handlungen für Ihr Konto zulässig sind), wenn: (1) J.P. Morgan in ein Anlageprodukt (wie z. B. einen Investmentfonds, ein strukturiertes Produkt, ein Separately Managed Account oder einen Hedgefonds) investiert, das von JPMorgan Chase Bank, N.A. oder einem verbundenen Unternehmen wie J.P. Morgan Investment

Management Inc. ausgegeben oder verwaltet wird; (2) ein Unternehmen von J.P. Morgan von einem verbundenen Unternehmen Leistungen (wie z. B. die Ausführung und Abrechnung einer Transaktion) erhält; (3) J.P. Morgan für den Kauf eines Anlageproduktes für Rechnung eines Kunden Zahlungen erhält; oder (4) J.P. Morgan für erbrachte Leistungen (z. B. Anteilsinhaberbetreuung, Führung von Unterlagen oder Depotdienste) in Bezug auf Anlageprodukte, die für ein Kundenportfolio gekauft wurden, Zahlungen erhält. Weitere Konflikte entstehen dadurch, dass J.P. Morgan zu anderen Kunden Beziehungen unterhält oder auf eigene Rechnung handelt.

Die Anlagestrategien werden sowohl bei J.P. Morgan als auch bei externen Vermögensverwaltern ausgewählt und unterliegen einer ständigen Kontrolle durch unsere Manager-Research-Teams. Unsere Teams für den Portfolioaufbau wählen aus diesen Anlagestrategien diejenigen aus, die wir auf Basis unserer Vermögensallokationsziele und unseres Anlageausblicks für geeignet halten, um das Anlageziel des Portfolios zu erreichen.

Wir bevorzugen grundsätzlich Anlagestrategien, die von J.P. Morgan verwaltet werden. Wir gehen davon aus, dass der Anteil der von J.P. Morgan verwalteten Anlagestrategien bei Strategien wie z. B. Baranlagen und erstklassigen festverzinslichen Anlagen (vorbehaltlich anwendbaren Rechts und mandatsspezifischer Erwägungen) hoch ausfallen wird (und zwar bis zu 100 Prozent).

Während unsere intern verwalteten Strategien in der Regel mit unserer vorausschauenden Anlagepolitik in Einklang stehen und wir sowohl mit den Anlageverfahren als auch mit der Risiko- und Compliancepolitik des Unternehmens vertraut sind, weisen wir darauf hin, dass J.P. Morgan bei einer Einbindung von intern verwalteten Anlagestrategien insgesamt mehr Gebühren erhält. Wir bieten die Möglichkeit, von J.P. Morgan verwaltete Anlagestrategien in bestimmten Portfolios auszuschließen (mit Ausnahme der Geldmarkt- und Liquiditätsprodukte).

Die Six Circles Funds sind in den USA eingetragene Indexfonds, die von J.P. Morgan verwaltet werden. Als Sub-Advisor fungieren Dritte. Obwohl sie als intern verwaltete Strategien eingestuft werden, erhebt JPMC keine Gebühren für die Fondsverwaltung oder andere Fondsdienstleistungen.

### **RECHTSTRÄGER, MARKEN- & REGULATORISCHE INFORMATIONEN**

In den **Vereinigten Staaten von Amerika** werden Bankkonten und verbundene Dienstleistungen, wie z. B. Girokonten, Spareinlagen und Bankkredite, von **JPMorgan Chase Bank, N.A.**, die **Mitglied der FDIC ist**, angeboten.

**JPMorgan Chase Bank, N.A.** und seine verbundenen Unternehmen (zusammen „**JPMCB**“) offerieren Bankprodukte, die im Rahmen der Trust- und Treuhanddienste unter Umständen bankgeführte Giro- und Depotkonten umfassen. Sonstige Anlageprodukte und -dienste, wie z. B. Brokerage- und Beratungskonten, werden von **J.P. Morgan Securities LLC („JPMS“)**, Mitglied der **FINRA** und **SIPC**, angeboten. Bei **JPMCB** und **JPMS** handelt es sich um verbundene Unternehmen unter gemeinsamer Beherrschung von J.P. Morgan. Die Produkte sind nicht in allen Bundesstaaten verfügbar.

In **Luxemburg** werden diese Unterlagen von J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. mit Geschäftssitz im European Bank and Business Centre, 6 route de Trèves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg, ausgegeben. R.C.S Luxembourg B10.958. Diese ist zugelassen und reguliert von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und von der Europäischen Zentralbank (EZB) und der CSSF gemeinsam beaufsichtigt. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. ist gemäß dem Gesetz vom 5. April 1993 als Kreditinstitut zugelassen. In **Großbritannien** erfolgt die Veröffentlichung dieser Unterlagen durch J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. – London Branch. Vor dem Brexit (der Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union gemäß Artikel 50 des Vertrags über die Europäische Union bzw. bei Verlust des Bankenpasses zwischen Großbritannien und dem Rest des EWR) ist J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. – London Branch von der Financial Conduct Authority reguliert und in eingeschränktem Maß von der Prudential Regulatory Authority reguliert. Einzelheiten zum Ausmaß unserer Regulierung durch die Financial Conduct Authority und die Prudential Regulation Authority sind auf Anfrage verfügbar. Im Falle des Brexit ist die J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. – London Branch in Großbritannien von der Prudential Regulation Authority zugelassen, von der Financial Conduct Authority reguliert und in eingeschränktem Maß von der Prudential Regulatory Authority reguliert. Einzelheiten zum Ausmaß unserer Regulierung durch die Prudential Regulation Authority sind auf Anfrage verfügbar. In **Spanien** werden diese Unterlagen von J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Sucursal en España, Geschäftssitz Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spanien, ausgegeben. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Sucursal en España ist unter der Nummer 1516 bei der Bank von Spanien registriert und wird von der CNMV (spanische Börsenaufsichtsbehörde) beaufsichtigt. In **Deutschland** werden diese Unterlagen von J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Frankfurt Branch, Geschäftssitz Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt, ausgegeben, die gemeinsam von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und der Europäischen Zentralbank (EZB) und in bestimmten Bereichen auch von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) beaufsichtigt wird. In **Italien** werden diese Unterlagen von J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Succursale di Milano mit Geschäftssitz Via Adalberto Catena 4, 20121 Milano, Italien, ausgegeben. Die Niederlassung wird von der Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) reguliert. Die Unterlagen dürfen darüber hinaus von **JPMorgan Chase Bank, N.A., Paris Branch**, verbreitet werden, die von den französischen Banken- und Marktaufsichtsbehörden Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution bzw. Autorité des Marchés Financiers reguliert wird, oder von **J.P. Morgan (Suisse) SA**, eine in der Schweiz durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) regulierte Gesellschaft.

Bezugnahmen auf „J.P. Morgan“ bedeuten JPMorgan Chase & Co. sowie deren weltweite Tochtergesellschaften und verbundenen Unternehmen. „Private Bank von J.P. Morgan“ ist die Marketing-Bezeichnung für das Private-Banking-Geschäft von J.P. Morgan.

Dieses Dokument ist für Ihren persönlichen Gebrauch vorgesehen und darf ohne unsere Genehmigung nicht an andere Personen weitergegeben oder für andere Zwecke als den persönlichen Gebrauch vervielfältigt werden. Wenn Sie Fragen haben oder diese Informationen künftig nicht mehr erhalten möchten, wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenberater bei J.P. Morgan.

© 2019 JPMorgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.